

黄金大师课加餐19: 预期和现实之间反馈的黄金波段

戳此加入学习付鹏的[《黄金投资大师课》](#)

加餐19: 预期和现实之间反馈的黄金波段

本期内容首发于[《付鹏说》2019年11月14日 链接](#)



本期提要

- 1、分拆讲解近期黄金的行情

本期内容

今天我们简短地聊一下已经经历49天的黄金的调整。

我们先把这中间的细节梳理一下。首先，从去年四季度到今年我们一直比较看好黄金，无论是它对冲负利率债券的规模、美国的降息，还是更深层次关于美国债务、财政以及利率的这些偏宏观的逻辑我已经讲过。

从去年四季度开始，黄金这一波行情最佳的机会实际上是出现在主升浪阶段，大概在1250这个水平。我们说的最好水平不是指行情的起点，而是指策略上最好的设定。说它是策略上最好的设定是由于2019年年初一个超低的波动率，由于波动率过低，所以黄金在这个地方形成了过去四五年时间里一个大的震荡整理空间的突破。

在1250左右，首先有策略制定中的成本的优势，option、call的成本是比较低的，是非常好的价格。主升浪行情起来以后，CBOE的黄金波动率大概提到了20左右，目前基本上又回到了11，这个水平其实也不错，因为毕竟当时低于10的那个水平是非常难得的，大部分时间黄金的波动率都要比现在的水平高。

现在黄金经历过一小波调整的过程，波动率下降的速度是非常快的，目前已经降到了11左右。如果让我选择的话，我可能会在1450或者1460这种比较低的价格上再一次用call去进行一个加仓的行为。当然这是交易策略上通过波动率来观察交易的成本，路径非常清晰。

其实我建议大家不要每天去看新闻，因为一个中线或者长线的交易和配置，它的逻辑性一定是非常强的。就是说你要明白自己究竟在交易什么。这波行情的启动大概是在去年四季度，我们看下面右侧的这张图比较清晰。



去年四季度美债收益率达到顶峰阶段以后，黄金在差不多1200左右的位置开始启动。逻辑我之前都讲过了，这里边有美债实际利率的问题，有名义利率的问题，还有通胀的问题。

其实为什么大家不会感觉现在的黄金价格是由降息、不降息来决定的，是因为现在的通胀预期是非常稳定的。这个情况下实际利率的变动更多的就是跟着名义利率在变动。这中间有一个预期值，因为到美联储真正加息、降息之间其实存在着预期和现实对付的一个过程。关于这个预期值，首先肯定是看债券，去看美债的十年期利率。然后再去看什么？

下面的蓝线是两年期的OIS隔夜指数掉期。在正常加息周期中间，它基本上都是高于利率水平的，在降息周期中，它基本上都是低于利率水平的，这个是从OIS判断加息降息的节奏。下面是直接跟名义利率有关系了，大部分时间它不一定一致，因为两年期OIS更像一个超短期债券，是通过它来判断加息或者降息的过程。

在2018年的四季度，这个位置是美国加息周期的末端，在加息的过程中，大家的预期是非常强的。在转入到降息的过程中，第一步其实不是降息，可以看到真正降息的行为发生已经是2019年的第三季度了。所以Q2、Q3季度的转折，这个组合是不一样的。第一段行情的启动可以叫作预期的一个回归，就是前期过强的加息预期的回归。

当时美债达到2.83，在一个过长的加息预期过程中，经济已经开始转弱，大家的言论已经开始发生变化，所以第一波是一个回归。虽然美联储还在加息，但是市场的预期却进行了一个回落，标志性的像是基本利率水平开始回拢，OIS隔夜指数掉期开始进行倒挂，这就是标志性的加息周期的末端。所以说第一段原则上叫加息周期的末端，市场预期的回调，就是过高的预期开始往回拉，这个时候构成了黄金的第一波主升浪。

第一波上升大概走了14%，涨了将近160美金，跑了134天。市场用134天最后一把加息加完，完成了回归的调整。那么来看第二段，第二段大概是在2019年的3月份到7月份，黄金大概在这休整了64天，调整了63美金，回归了5%左右的水平。黄金调整的过程中，伴随的是美联储的不动。美联储在观察期内基本上没有太大的变化，但是市场通过前瞻性的数据和预期已经认识到美联储降息的可能性，并且大幅度计入联储未来降息的空间，所以这个值就拉大了。

在这个过程中市场的预期相当于前瞻了，但是预期不等于黄金在动，所以说黄金也没有跌，只是在预期前瞻过程中进行了调整，直到联储作出反应。这叫预期和现实之间的吻合。黄金的大牛市，也就是最大的一段上涨开始：跑了75天，上涨了22%左右，涨了将近300美金左右。这就形成了黄金最主要的一段上涨。这段上涨中的逻辑其实非常清晰，降息、降息预期很强、降息、降息预期很强……

大概在差不多49天、也就是小两个月的时间内，黄金在这个地方又形成了一个6%的调整幅度——49天的一个调整，不到100美金的调整水平。这个调整对应的是什么？虽然美国还在降息，但是市场的预期值往回拉了，大家认为美国的经济韧性比较强，目前滞胀的风险压力不大。

美联储试探性表态的两次降息，大家前面预期得太多了，所以主升浪上OIS隔夜指数掉期的差值的反应非常明显，从0，也就是大家预期美联储不动，掉到了负的零点四几，这是一个非常大的幅度，就是大家开始预期它降一次甚至降两次，这是预期最强的一段，大概从1400开始，上升幅度大概在152美金，上升速度非常快。

目前来讲我们大概会进入到一个什么状态？这一步的预期、回归的调整已经完成了，按照预期值，美联储后面应该是不会动了，那么我们来看市场的预期是否已经修正完毕。首先，很多人担心说黄金的行情结束了，对标的是2016年这波。我之前讲过，2016年的这一波是加息周期中的carry-trading套息带起来的，债券的大方向是上行的，所以这是一个大方向中间的调整，对于黄金来讲是跌不动了带来了一波反弹。

而这一波行情为什么形成了一个突破？从图上可以看得很清楚，进入到这个区间是加息的开始，出来这个区间是加息的结束。这波行情的10的波动率和低点不大可能会再有了，除非是这一波美联储的降息周期判断错了，它是一个更大加息周期中的一小段，目前来讲，我并不认为这种可能性有多高。

从全球、包括美国前瞻的经济数据上的放缓，这两次的降息大家可以称之为预防式降息。我认为现在美联储是一两个季度的观察期而已，不大可能会出现大幅度加息，这个概率从全球角度来看，我认为都是不存在的。

我们现在基本上把三个方向大概看了一下。首先，现在大概率是观察期不动，小概率上会在一两个季度内出现恶化后降息预期重新抬出来，但实际的降息可能要更加滞后。

所以这个市场的预期值大概会是什么？首先十债前面的1.4偏低，2又不可能上去，大概会围绕着这个水平形成一个震荡的格局，类似于当时中间这一波调整的阶段对应的数字。OIS隔夜指数掉期大概会贴着1.3、1.4的水平慢慢走一个新的扩散。

而黄金对应的在这个过程中会调整，市场预期发生转变的时候上来一点，市场预期开始转弱的时候下来一点，但是整体来讲应该是一个调整状态。这个调整状态究竟是个什么形态就不好说了，整体来讲我认为波动率下降速度会很快，绝对值调整幅度不高，这个过程中对应的就是风控和策略，看你怎么做。

后面随着预期不断增强，可能美联储没动，但市场预期可能会随着经济数据迅速下来，如果预期下来得很快的话，黄金可能就会再有一波。原则上来说，这大概就形成了波段式的上涨。所以说这一波上涨之后是否是一个更大周期维度的调整的开始，还是说这一波会形成更强的涨势，我们先不去做判断。我们要判断的其实是向下的可能性，以及利率大幅度抬升的可能性到底有多高？

从策略上来讲可以更简单，贴近这个水平这么低的波动率上再搞一票call，跟当时一季度3月份的做法其实差不了太多。

这篇内容应该有助于大家去理解现在黄金的情况。

- E N D -

见闻

大师课 · 付鹏

第三季

黄金投资思维特训

搭建FICC视角下的黄金投资方法论

一、黄金大师课概览与框架

1.1 黄金大师课概览

1.2 黄金大师课框架

二、资本市场的成熟化与投资启示

2.1 黄金历史价格走势复盘

2.2 黄金中观框架：实际利率

2.3 黄金：历史的天空回顾——隐形通货膨胀税

2.4 黄金：历史的天空回顾——石油危机与利率约束

2.5 黄金：历史的天空回顾——布雷顿森林体系崩溃

2.6 美国企业债务杠杆问题

2.7 美国财富的累积与分配

2.8 透过财政赤字看美国社会的核心问题

2.9 利率的终结导致美国社会阶层固化

三、黄金宏观分析框架与历史复盘

3.1 黄金宏观框架：债务与信用

3.2 透过美国四大部门杠杆看债务与信用

3.3 美国信用问题与债务货币化

3.4 日本和中国的四大部门杠杆

3.5 黄金分析框架与路径总结

四、黄金与其他资产的分析框架

4.1 黄金租赁利率

4.2 黄金与日元：套息交易下的反馈机制

4.3 黄金与其他资产的比价、传导关系

五、黄金交易层面的注意事项

5.1 黄金CFTC持仓分析

5.2 商品交易层面方法论上的思考

六、白银分析框架与交易策略

6.1白银基本面分析的特殊性

6.2商品的实货交易与风险对冲